

区域互补优势增添成长动力

中兴通讯 (000063)
评级: 买入 (维持)
股价: 32.90 元
目标价位: 40.80 元
跟踪报告

2009 年 8 月 20 日 星期四

TMT 小组

康志毅

010-66216231-820

kzy@longone.com.cn

通信行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 40.80 元

升值潜力 (%) 24%

目标价确定日期: 09.08.20

重要数据

总股本(亿股) 18.31

流通股本(亿股) 14.67

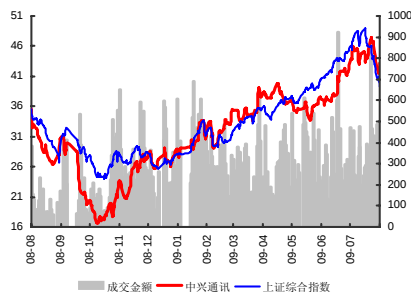
总市值(亿元) 602.51

流通市值(亿元) 482.74

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-3.66	14.34
3 个月	16.99	8.33
6 个月	40.96	2.28

个股相对上证综指走势图



相关报告:

投资要点

- 2009 年 1-6 月公司实现营业收入 277.07 亿元, 同比增长 40.4%; 营业利润 6.33 亿元, 同比增长 36.9%; 归属母公司所有者的净利润 7.83 亿元, 同比增加 40.5%; 摊薄每股收益 0.43 元。其中二季度实现营业收入 160.37 亿元, 同比增长 44.7%; 归属母公司所有者的净利润 7.05 亿元, 同比增长 41.9%, 摊薄每股收益 0.38 元。
- 区域互补加快业绩增速。** 以往公司业绩的驱动力主要来自海外市场, 海外收入近 3 年复合增长率达到了 51.6%, 而国内收入增速只有 8%, 09 年状况发生了改变。由于全球经济下滑, 各国运营商削减资本开支, 同时部分原有项目进展缓慢, 导致上半年公司海外收入仅同比增长 0.7% 至 127.6 亿元, 其中非洲区域收入同比减少 34.9%, 降幅最大, 主要是由于去年同期埃塞俄比亚订单的收入确认, 基数较高, 亚洲、其他区域收入分别同比增长 14.2%、19.7%。与此形成鲜明对比, 公司国内收入受到 3G 网络建设的带动, 同比大幅增长了 111.7%, 收入规模达到 149.5 亿元, 收入占比同比提高 18.2 个百分点至 54%, 中国联通及中国电信的 3G 招标起到了重要作用, 受此影响公司二季度营收增速恢复到 44.7%, 为 08 年二季度以来的最好水平。我们认为在国内 3G 投入的大背景下, 公司国内收入有望保持快速增长态势。二季度公司海外签单额有所恢复, 为下半年海外收入抬头奠定基础, 另外国开行及进出口银行为公司提供总计 250 亿美元的授信额度, 给予公司庞大的资金支持, 也增加了海外收入恢复增长的确定性。
- 产业线齐全, 再现互补优势。** 公司产品线几乎覆盖了 2G 到 3G 的接入网、传输网、核心网以及手机、数据卡终端等所有产品, 齐全的产品线再次体现出公司的互补优势。从分产品看, 报告期公司运营商网络收入为 187.97 亿元, 同比增长 46.2%, 我们分析海外无线系统设备收入同比下滑, 但国内无线系统设备和光通信设备的增速加快, 确保了运营商网络的快速增长。根据 Ovum 的统计, 09 年二季度中兴通讯光网络收入同比增长 62%, 高于华为 21% 的增速, 全球市场份额提升为增长来源。终端收入 55.76 亿元, 同比增长 29.8%, 国内 3G 数据卡以及 CDMA 手机成为了主要增长动力, 另外突破

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	34,777	44,293	57,950	70,444	83,803
营业收入增长率 (%)	49.8%	27.4%	30.8%	21.6%	19.0%
营业利润 (百万元)	1,001	1,245	2,023	2,578	3,212
营业利润增长率 (%)	151.4%	24.4%	62.4%	27.5%	24.6%
净利润 (百万元)	1,252	1,660	2,494	3,151	3,753
净利润增长率 (%)	63.3%	32.6%	50.2%	26.4%	19.1%
营业利润率 (%)	2.9%	2.8%	3.5%	3.7%	3.8%
每股收益 (元)	0.684	0.907	1.362	1.721	2.049
每股净资产 (元)	6.63	7.78	9.14	10.86	12.91
PE (X)	48.1	36.3	24.2	19.1	16.1
PB (X)	5.0	4.2	3.6	3.0	2.5
ROE (%)	10.3%	11.7%	14.9%	15.8%	15.9%

欧洲、北美以及日本的高端市场后，公司 3G 手机发货量也快速增长，我们预计终端产品收入仍会保持 30-35% 的增长速度。电信软件系统、服务及其他类产品收入同比增长 29.2%，收入规模达 33.35 亿元，保持平稳增长。

- **综合毛利率略有下滑。**报告期公司综合毛利率为 32.1%，同比下滑 1.5 个百分点。运营商网络产品毛利率同比下滑 2.6 个百分点至 33.9%，其中无线通信系统设备毛利率同比下滑约 2 个百分点，有线交换及接入产品毛利率略有提高，光通信及数字通信产品毛利率略有下滑。终端产品毛利率 27%，同比略提升 0.6 个百分点，主要是由于高毛利率的 3G 及智能手机收入占比进一步提升。电信软件系统、服务及其他类产品毛利率基本稳定，同比略下滑 0.95 个百分点至 30%。
- **规模效应突出，全年有望维持。**期间费用率 27.1%，同比降低 2.2 个百分点，其中销售费用率 11.5%，同比下降 1.8 个百分点，管理费用率 4.9%，同比下降 0.8 个百分点，规模效应显现；研发费用率 9.4%，同比上升 1.1 个百分点，原因是公司根据订单的增长加大研发投入所致；财务费用率 1.3%，同比下降 0.7 个百分点，主要是由于非美元货币的币值回升，公司汇兑净收益增加 1.29 亿元。预计公司全年费用控制在常态范围，规模效应将持续，期间费用率呈现下降态势。
- **资产减值损失增加，经营性现金流量净额改善。**资产减值损失同比增加 2.46 亿元，其中坏账损失增加 1.73 亿元，存货跌价损失增加 7,351 万元，主要是报告期公司计提坏账准备增加，但未来仍有转回的可能。经营性现金流量净额为-11.75 亿元，较去年同期的-31.51 亿元大幅改善。
- 预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 1.36 元、1.72 元、2.05 元，对应动态市盈率分别为 24x、19x、16x，远低于通信板块 2009 年 29x、2010 年 24x 的动态市盈率，估值优势显著。公司在国内 3G 系统设备市场综合份额排名第一，无疑是 3G 投入的最大受益者，预计投入高峰将持续到 2010 年，系统设备收入增长趋势不改，而 3G 终端市场也有望随着 3G 业务的推广而呈现爆发式的增长，公司也将从中受益；海外市场逐步回暖，公司全球市场份额存在进一步提升可能，海外收入增长势头将加快恢复。鉴于公司成长确定、防御性突出，我们重申对公司“买入”的投资评级。

表 1. 中兴通讯半年度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2008	YoY	2Q2009	2Q2008	YoY	1Q2009	QoQ
营业收入	27,707.65	19,728.98	40.4%	16,037.47	11,084.47	44.7%	11,670.18	37.4%
增长率	40.4%	29.5%	10.9%	44.7%	20.2%	24.5%	35.0%	9.7%
毛利率	32.1%	33.6%	-1.5%	30.4%	32.2%	-1.8%	34.4%	-4.0%
营业成本	18,824.35	13,102.21	43.7%	11,166.96	7,519.09	48.5%	7,657.39	45.8%
营业税金及附加	300.05	149.12	101.2%	201.40	96.53	108.6%	98.64	104.2%
期间费用率	27.1%	29.4%	-2.2%	14.9%	19.6%	-4.7%	21.7%	-6.8%
销售费用	3,177.14	2,616.84	21.4%	1,667.04	1,306.71	27.6%	1,510.10	10.4%
销售费用率	11.5%	13.3%	-1.8%	10.4%	11.8%	-1.4%	12.9%	-2.5%
管理费用	1,367.73	1,130.73	21.0%	740.36	644.13	14.9%	627.37	18.0%
管理费用率	4.9%	5.7%	-0.8%	4.6%	5.8%	-1.2%	5.4%	-0.8%
研发费用	2,606.45	1,647.90	58.2%	1,476.35	798.59	84.9%	1,130.10	30.6%
研发费用率	9.4%	8.4%	1.1%	9.2%	7.2%	2.0%	9.7%	-0.5%
财务费用	367.35	401.88	-8.6%	(25.81)	216.96	-111.9%	393.16	-106.6%
财务费用率	1.3%	2.0%	-0.7%	-0.2%	2.0%	-2.1%	3.4%	-3.5%
资产减值损失	445.93	199.46	123.6%	280.76	106.08	164.7%	165.17	70.0%
公允价值变动净收益	12.65	(69.63)	-118.2%	14.56	(41.24)	-135.3%	(1.91)	-861.2%
投资净收益	2.35	51.71	-95.5%	9.48	35.03	-72.9%	(7.13)	-233.0%
营业利润	633.66	462.92	36.9%	554.46	390.18	42.1%	79.20	600.1%
增长率	36.9%	62.8%	-25.9%	42.1%	38.0%	4.1%	8.9%	33.2%
营业利润率	2.3%	2.3%	-0.1%	3.5%	3.5%	-0.1%	0.7%	2.8%
加: 营业外收入	620.15	435.54	42.4%	502.78	332.16	51.4%	117.37	328.4%
减: 营业外支出	42.61	29.82	42.9%	11.16	25.73	-56.6%	31.45	-64.5%
利润总额	1,211.20	868.64	39.4%	1,046.08	696.62	50.2%	165.12	533.5%
减: 所得税	342.46	199.22	71.9%	283.38	147.79	91.7%	59.08	379.6%
实际所得税率	28.3%	22.9%	5.3%	27.1%	21.2%	5.9%	35.8%	-8.7%
净利润	868.74	669.43	29.8%	762.70	548.83	39.0%	106.04	619.3%
减: 少数股东损益	85.37	112.04	-23.8%	57.99	52.34	10.8%	27.38	111.8%
归属于母公司所有者的净利润	783.37	557.39	40.5%	704.71	496.49	41.9%	78.66	796.0%
增长率	40.5%	21.2%	19.3%	41.9%	19.0%	23.0%	29.2%	12.8%
净利润率	2.8%	2.8%	0.0%	4.4%	4.5%	-0.1%	0.7%	3.7%
每股收益 (元)	0.43	0.30	40.5%	0.38	0.27	41.9%	0.04	796.0%

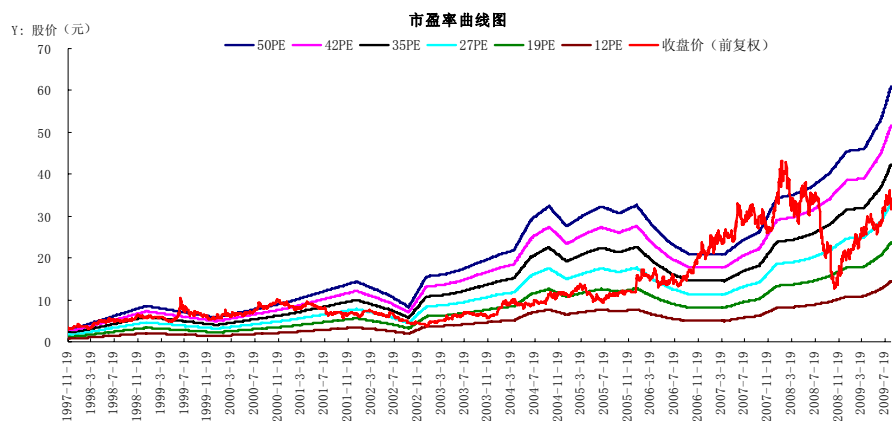
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 2. 中兴通讯盈利预测

单位: 百万元	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	21,575.9	23,214.6	34,777.2	44,293.4	57,950.3	70,443.9	83,803.0	27.4%	30.8%	21.6%	19.0%
增长率	-4.9%	7.6%	49.8%	27.4%	30.8%	21.6%	19.0%	-22.4%	3.5%	-9.3%	-2.6%
运营商网络	15,036.4	15,341.0	22,567.5	28,963.8	38,158.9	46,050.7	53,883.0	28.3%	31.7%	20.7%	17.0%
手机	4,333.1	4,519.5	7,645.1	9,692.6	12,351.3	16,127.6	20,064.0	26.8%	27.4%	30.6%	24.4%
电信服务以及其他	2,206.4	3,171.2	4,564.6	5,637.0	7,440.1	8,265.6	9,856.0	23.5%	32.0%	11.1%	19.2%
综合毛利率	35.4%	34.2%	33.9%	33.4%	31.9%	31.6%	31.1%	-0.4%	-1.5%	-0.2%	-0.5%
营业成本	13,944.8	15,273.1	23,004.5	29,492.5	39,470.2	48,155.6	57,706.0	28.2%	33.8%	22.0%	19.8%
营业税金及附加	105.7	111.4	280.3	415.9	434.6	528.3	628.5	48.4%	4.5%	21.6%	19.0%
期间费用率	29.9%	32.1%	28.4%	28.7%	26.1%	26.3%	25.6%	0.3%	-2.6%	0.2%	-0.7%
销售费用	3,023.1	3,140.1	4,395.1	5,312.5	6,490.4	7,819.3	9,050.7	20.9%	22.2%	20.5%	15.7%
销售费用率	14.0%	13.5%	12.6%	12.0%	11.2%	11.1%	10.8%	-0.6%	-0.8%	-0.1%	-0.3%
管理费用	3,137.1	1,244.7	1,777.6	2,099.7	2,497.7	2,958.6	3,435.9	18.1%	19.0%	18.5%	16.1%
管理费用率	14.5%	5.4%	5.1%	4.7%	4.3%	4.2%	4.1%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.1%
研发费用		2,832.7	3,210.4	3,994.1	5,273.5	6,551.3	7,709.9	24.4%	32.0%	24.2%	17.7%
研发费用率		12.2%	9.2%	9.0%	9.1%	9.3%	9.2%	-0.2%	0.1%	0.2%	-0.1%
财务费用	288.8	239.6	494.4	1,308.3	869.3	1,183.5	1,257.0	164.6%	-33.6%	36.1%	6.2%
财务费用率	1.3%	1.0%	1.4%	3.0%	1.5%	1.7%	1.5%	1.5%	-1.5%	0.2%	-0.2%
资产减值损失	0.0	23.3	789.1	419.4	927.2	704.4	838.0	-46.9%	121.1%	-24.0%	19.0%
公允价值变动净收益	0.0	16.6	115.6	(128.3)	20.0	20.0	20.0	-211.0%	-115.6%	0.0%	0.0%
投资净收益	(59.4)	31.8	59.4	122.7	15.0	15.0	15.0	106.4%	-87.8%	0.0%	0.0%
营业利润	1,032.9	398.1	1,000.8	1,245.4	2,022.5	2,577.9	3,211.9	24.4%	62.4%	27.5%	24.6%
增长率	-12.7%	-61.5%	151.4%	24.4%	62.4%	27.5%	24.6%	-126.9%	38.0%	-34.9%	-2.9%
营业利润率	4.8%	1.7%	2.9%	2.8%	3.5%	3.7%	3.8%	-0.1%	0.7%	0.2%	0.2%
加: 营业外收入	27.6	658.7	906.1	1,098.3	1,481.9	1,828.3	2,019.1	21.2%	34.9%	23.4%	10.4%
减: 营业外支出	16.7	26.2	179.2	81.1	83.0	83.0	83.0	-54.7%	2.3%	0.0%	0.0%
利润总额	1,501.9	1,030.7	1,727.7	2,262.5	3,421.4	4,323.2	5,148.0	31.0%	51.2%	26.4%	19.1%
减: 所得税	158.5	127.1	276.3	350.6	530.3	670.1	797.9	26.9%	51.3%	26.4%	19.1%
实际所得税率	10.6%	12.3%	16.0%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	1,343.3	903.6	1,451.5	1,911.9	2,891.1	3,653.1	4,350.1	31.7%	51.2%	26.4%	19.1%
减: 少数股东损益	149.0	136.6	199.3	251.7	396.9	501.6	597.3	26.3%	57.7%	26.4%	19.1%
归属于母公司所有者的净利润	1,194.3	767.0	1,252.2	1,660.2	2,494.2	3,151.5	3,752.8	32.6%	50.2%	26.4%	19.1%
增长率	18.4%	-35.8%	63.3%	32.6%	50.2%	26.4%	19.1%	-30.7%	17.6%	-23.9%	-7.3%
净利润率	5.5%	3.3%	3.6%	3.7%	4.3%	4.5%	4.5%	0.1%	0.6%	0.2%	0.0%
每股收益(元)	0.65	0.42	0.68	0.91	1.36	1.72	2.05	32.6%	50.2%	26.4%	19.1%

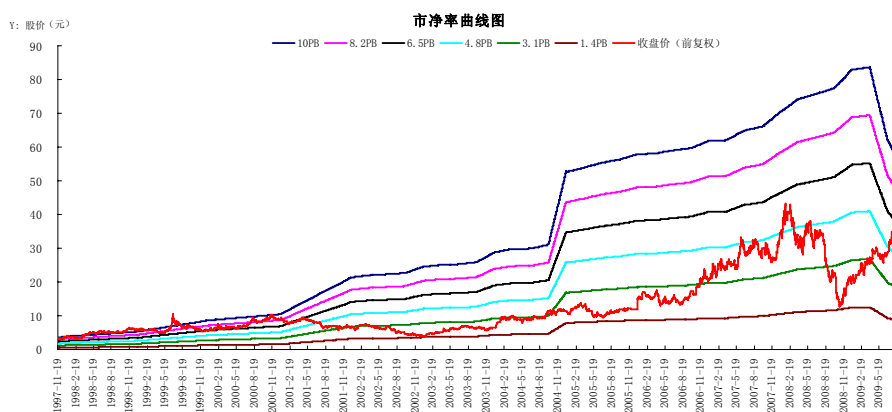
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图1. 中兴通讯 PE 曲线



资料来源：东海证券研究所

图2. 中兴通讯 PB 曲线



资料来源：东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 通信传媒行业高级分析师, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业分析师; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: (通信) 中国联通, 中兴通讯, 武汉凡谷, 亨通光电, 中天科技, 烽火通信, 北纬通信, 拓维信息, 三维通信, 亿阳信通, 东信和平, 恒宝股份, 国脉科技, 北斗星通; (传媒) 歌华有线, 天威视讯, 广电网络, 博瑞传播, 中视传媒, 北巴传媒, 中信国安, 电广传媒, 鹏博士。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122